



学校编码: 10384

学号: X2007155015

分类号_____密级_____

UDC_____

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

闽系地产商的高杠杆财务战略分析

A Research on Highly Leveraged Financial Strategies of Real Estate Developers in Fujian

陈宙峰

指导教师姓名: 李常青 教授

专 业 名 称 : 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 5 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

从 2012 年下半年起，一批来自福建的房地产开发企业引起同行业的关注，以泰禾集团、阳光城集团为代表的福建籍房地产开发企业以迅猛的态势扩展全国业务，迅速拿下上海、南京等长三角地区、以及京津冀地区的多个地块。

福建地产开发企业的迅速扩张背后，是以极高的财务杠杆率作为支撑。在 2011 年底到 2014 年上半年，短短两年半时间，泰禾集团的净负债率从 130% 急剧上升到了 929%，阳光城集团的净负债率从 56% 到 525%，是国内房地产开发行业上市公司中最高的。但在如此高的财务杠杆下，泰禾集团和阳光城集团表现出了优秀的运营效率和盈利能力，支撑了其高速的扩张脚步。

为了支持如此畸高的净负债率，泰禾集团和阳光城集团采取了高超复杂的财务技巧，除了常规的银行贷款以外，还通过信托公司的信托计划融资，通过名为股权融资，实为债务融资的复杂股权融资方式融资，以及合作拍地等方式融资，甚至通过建筑工程设备等的贸易途径融资，此外还通过专项资产管理计划等新型金融工具进行融资，通过复杂的财务技巧，泰禾集团和阳光城集团把负债率不断推高，创下纪录。

极高的负债率水平，在市场平稳时可以撬动大批资金，迅速支持企业的快速发展，具有一定优势，但也具有其劣势，高负债高杠杆的经营需要有高度紧凑的资金计划，偿债能力与再融资能力都收到明显影响，各方金融机构对生产经营有着各种不同干预，企业抵御市场波动风险的能力明显降低，此外高杠杆高负债带来的税务负担增加也会增加企业负担。

在市场平稳时采用高杠杆财务战略有利于促进企业发展，但市场形势转变时，应当考虑采取措施降低风险，如引入权益资本，增加净资产，降低负债率；以低息负债置换高息负债，降低资金成本；考虑境外融资渠道和永续债等金融创新方式，最后还可以考虑出售部分项目套现。

关键词：房地产；高杠杆；财务风险

Abstract

Since the second half of 2012, real estate developers from Fujian have drawn attention in the industry by expanding aggressively in the business nationwide. Headed by Tai He Group and Sunshine City Group, the developers from Fujian successfully won the bids on various properties in Shanghai, Nanjin, and the areas surrounding Beijing and Tianjin. Behind the aggressive expansion of these developers is aggressive financial leverage. Within the two and a half years between the end of 2011 and the second half of 2014, the net debt ratio of Tai He Group raised from 130% to 929%, and Sunshine City Group's debt ratio raised from 56% to 525%, the highest level in the industry nationwide. However, both developers sustained the fast growth with superior operating efficiency and earning capability despite of the high leverage.

To support the high leverage, both developers employed sophisticated financial structures besides regular bank loans. One structure is financing through trust, which is a complex financing structure using debt pledge, namely pledge of stock rights. Other financing structures are through construction projects and equipments, and new special capital investment plans. Through these sophisticated financing structures, the developers were able to raise the net debt ratios to a record high.

During the normal market environment, the high leverage will absorb investment capital and support fast expansion of the business. However, it has its disadvantages as well. Operating under high leverage will require strategic capital planning and restrict the financing and refinancing capability through debts. The financing organizations could potentially interfere with the day-to-day operations. High leverage could also result in lower defense against adverse market condition as well as higher tax obligations.

High leverage during favorable market conditions can support business expansion. When the market condition changes, the enterprises should consider options to lower risks, such as raising capital through stock issuance, lowering capital cost through refinancing to a lower interest rate, and innovative financing through international channels or perpetual debts. Lastly, cashing out of existing projects is another option.

Keywords: Real Estate, High Leverage, Financial Risks

目录

第一章	引言	1
第一节	研究背景	1
第二节	研究目的及意义	4
第三节	研究方法及内容	5
第二章	闽系地产商与标杆企业的对比	7
第一节	房地产开发行业的特点	7
第二节	闽系地产商的财务杠杆急剧放大	13
第三节	闽系地产与标杆房地产开发企业的财务比较分析	16
第三章	闽系地产商的复杂财务技巧及融资创新	27
第一节	通过信托实现高抵押率贷款	27
第二节	名股实债融资实现融资前置	31
第三节	合作拍地实现融资前端化	39
第四节	其他融资手段的运用	46
第五节	闽系地产开发企业的融资结构	48
第四章	高杠杆财务战略的利弊及风险	52
第一节	高杠杆财务战略的优势	52
第二节	高杠杆财务战略的劣势	54
第三节	高杠杆财务战略的风险	61
第五章	高杠杆财务战略的风险对策探讨	64
第一节	高杠杆财务战略的适用情形	64
第二节	地产行业形势转变下的风险抵御措施	65
第六章	结论	71
参考文献	73
致谢	74

Contents

Chapter One: Introduction	1
Session 1 Background	1
Session 2 Purpose and Significance	4
Session 3 Methods and Contents	5
Chapter Two: Compared with the Best Class	7
Session 1 Industry Features	7
Session 2 Rising Debt Ratio	13
Session 2 Compared with the best class	16
Chapter Three: Complex and Innovated Financial Skill	27
Session 1 Loan from Trust Plan	27
Session 2 Equity Apparently and Debt Actually	31
Session 3 Cooperative Auction of Land	39
Session 4 Other Financing Method	46
Session 5 Financing Structure	48
Chapter Four: Advantages, disadvantages and risks	52
Session 1 Advantages of high levelaged financial strategy	52
Session 2 Disadvantages of high levelaged financial strategy	54
Session 3 Risk of high levelaged financial strategy	61
Chapter Five: Discussion on risk countermeasure	64
Session 1 Application situation of high levelaged financial strategy	64
Session 1 Measuresto resist the risk	65
Chapter Six: Conclusions	71
References	73
Acknowledgments	74

第一章 引言

第一节 研究背景

一、2013 年对于地产行业前景看法两极分化

房地产开发行业是国内国民生产体系的重要组成部分，在工业化和城市化进程中起着重要的基础性作用。2013 年对于国内房地产行业来说是个矛盾发展的一年。

一方面，经过了连续几年针对房地产行业的宏观调控，市场上的观望情绪在不断累积，调控措施还在继续收紧：继 11 年 1 月国务院发布“国八条”之后，2013 年 3 月，国务院发布新的“国五条”，对于房地产行业的宏观调控措施还在不断加强，从政策层面完全看不到放松调控措施的迹象，舆论上也在不断渲染房地产行业进入拐点的论点。

另一方面，房地产开发商却不断在追加投入，各地地王记录不断刷新，新地块的楼面价格不断突破新高，从表 1-1 可以看到，土地购置费用和房地产开发投资额每一年都有较大幅度的上升，商品房销售面积和销售单价也不断创新高，显示市场仍然在不断走强。虽然国内 A 股市场对于房地产开发企业融资关闭大门，但多家内地房地产企业在香港上市成功融资：相比 2012 年度仅有旭辉国际、新城发展、金轮天地三家内地房地产企业在香港联交所以红筹方式上市，2013 年度即有五洲国际、当代置业、毅德国际、景瑞控股、时代地产、龙光地产六家内地房企在联交所挂牌上市，2014 年 1 月又有力高地产、阳光 100 两家内地房企上市，显示了香港资本市场仍然看好内地地产开发商经营前景。

表 1-1 房地产市场在 2008~2010 年间的发展

指标	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
房地产开发企业						
土地购置费用(亿元)	1.350	1.210	1.153	1.000	0.602	0.600
当年完成投资额(亿元)	8.601	7.180	6.180	4.826	3.624	3.120
商品房销售						
销售面积(万平方米)	13.055	11.130	10.937	10.476	9.476	6.597
平均价格(元/平方米)	6,237	5,791	5,357	5,032	4,681	3,800
住宅商品房销售						
销售面积(万平方米)	11.572	9.847	9.653	9.338	8.618	5.928
平均价格(元/平方米)	5,850	5,430	4,993	4,725	4,459	3,576

资料来源：国家统计局网站统计资料 <http://data.stats.gov.cn/>

二、闽系地产突然崛起

2013 年可以算得上是闽系地产开发商攻城略地、成绩耀眼的一年。泰禾集团、阳光城集团、正荣集团、融信集团等福建籍地产开发商，以高调的姿态进入长三角、京津等地区，以土豪的姿态频频举牌拍地。

仅以上海一地为例，在 2012 年上半年以前，泰禾集团、阳光城集团、正荣集团、融信集团等四家公司均未涉足上海。但在 2012 年下半年阳光城集团将营运总部搬迁到上海以后，福建地产上开始发力上海，15 个月时间内，闽系地产开发企业连续在上海拿下多个地块。

表 1-2 闽系四家地产开发商上海拍地记录

时间	竞拍方	地块	价格(亿元)
2012. 11. 15	阳光城集团全资子公司 福州市马尾区乐鹏商贸有限公司	上海宝山区罗店新镇 E4-1 地块	2.7925
2012. 12. 6	阳光城集团全资子公司 福州欣美达投资发展有限公司	上海嘉定区嘉定新城 C11-2 地块	3.0546
2013. 3. 20	阳光城集团子公司	浦东新区外高桥新市镇 E06-03 地块	1.4876
2013. 3. 22	正荣集团	宝山区罗店中心镇新镇区 F1-1 地块	13.5
2013. 4. 3	阳光城集团子公司	浦东新区外高桥新市镇 G03-17 地块	1.005

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库